

中国太保 (601601.SH) 新单高增, margin 拖累价值, 公司转型态度坚决

2021 年 08 月 29 日

——中国太保 2021 年半年报点评

投资评级: 买入 (维持)

日期	2021/8/27
当前股价(元)	26.18
一年最高最低(元)	47.14/25.35
总市值(亿元)	2,518.61
流通市值(亿元)	1,645.86
总股本(亿股)	96.20
流通股本(亿股)	62.87
近 3 个月换手率(%)	40.27

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《中国太保 2021 年 1 季报点评-新单同比高增, 代理人转型有望加速》
-2021.4.28

《中国太保 2020 年报点评-新业务价值略低于预期, 2021 或实现深蹲起跳》
-2021.3.29

《中国太保首次覆盖报告-打造全能保险公司, 聚焦个险提升价值》
-2020.11.27

高超 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

吕晨雨 (联系人)

lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790120100011

● 新单保费同比高增, NBV 受 margin 拖累表现低于预期, 维持“买入”评级

公司披露 2021 年半年度报告, 2021H1 太保寿险总保费收入 1414 亿元, 同比 +2.1%, 其中新单保费 226 亿元, 同比 +18.5%, 主要受新单期缴同比 +33.7% 带动, NBV 102 亿元, 同比 -8.9%, 主要受 margin 下滑 11.6pct 至 25.4% 拖累; 太保财险保费 816 亿元, 同比 +6.4%, 车险保费 446 亿元, 同比 -6.9%, 非车险 369 亿元, 同比 +28.6%, 带动财险保费增长; 总投资资产 1.75 万亿元, 较年初增长 6.3%, 总投资收益率 5.0%, 同比提升 0.2pct, 净投资收益率 4.1%, 同比下降 0.3pct。公司将继续推进营销队伍升级, 预计下半年高价值率产品投放将带动 margin 修复上行, 但考虑到 2021H1 月均代理人数量降至 64.1 万人及 margin 同比下滑 11.6pct, 我们下调 2021-2023 年 NBV 预计同比增速至 -5.4%/+20.0%/+19.0% (调前 +9.2%/+17.6%/+17.4%), 对应 EV 同比分分别为 +10.5%/+10.8%/+11.0%, 归母净利润下调至 326/407/453 亿元 (调前 327/424/473 亿元), 对应 EPS 分别为 3.5/4.3/4.8 元。公司为保险行业龙头, 管理层持续推动寿险代理人队伍转型升级, 非车险快速崛起带动财险业务, 大健康、大数据战略落地推进, 估值有望修复, 当前股价对应 2021-2023 年 PEV 为 0.5/0.4/0.4 倍, 维持“买入”评级。

● 月均代理人下滑明显, 公司转型态度坚决, 寿险加速转型升级

2021H1 太保寿险月均代理人降至 64.1 万人, 规模压缩 10.8 万人, 降幅显著高于 2020 年自 79.0 万人降至 74.9 万人。若假设每月人力降幅固定, 则 2021 年 6 月时点人力或向下突破 60 万人, 达到 50 万人平台, 突显管理层清虚提质决心。公司通过基本法升级、加强培训、配套产品、以优增优的策略提升代理人质量, 2021H1 代理人月均首年保险业务收入同比 +41.5%, 寿险转型或逐渐加速。

● 车险同比降幅略有缩窄, 非车险延续高增态势

2021H1 车险同比 -6.9% (2021Q1 -7.0%), 非车险同比 +28.6% (2021Q1 +41.0%), 非车险占比下降 4.7pct 至 45.3%。其中, 健康险保费 82 亿元、同比 +70.1%, 责任险保费 67 亿元、同比 +38.7%, 快速上量带动非车险保费增长。太保产险持续推进转型升级, 推进增长动能转化, 加速实现车险、非车险双支撑, 预计财险保费 2021-2023 年同比 +8.0%/+12.7%/+14.3%, 市场地位持续提升。

● 风险提示: 长端利率超预期下行; 寿险转型升级未能顺利推进; 代理人队伍规模超预期下降。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
保费业务收入 (百万元)	347,517	362,064	376,609	407,034	446,587
YoY(%)	8.0	4.2	4.0	8.1	9.7
内含价值(百万元)	395,988	459,320	507,690	562,667	624,640
YoY(%)	17.8	16.0	10.5	10.8	11.0
新业务价值(百万元)	24,597	17,841	16,878	20,260	24,108
YoY(%)	-9.3	-27.5	-5.4	20.0	19.0
归母净利润 (百万元)	27,741	24,584	32,603	40,746	45,268
YOY (%)	54.0	-11.4	32.6	25.0	11.1
P/B (倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
P/EV (倍)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资资产	1,419,263	1,648,007	1,827,315	2,022,681	2,234,829	营业收入	385,489	422,182	445,545	483,057	529,672
其他资产	109,070	122,997	137,540	152,245	168,213	已赚保费	313,246	331,639	344,926	371,636	406,445
资产总计	1,528,333	1,771,004	1,964,855	2,174,926	2,403,042	保费业务收入	347,517	362,064	376,609	407,034	446,587
未到期责任准备金	61,975	68,800	73,053	81,962	93,318	投资净收益	67,762	87,413	97,945	108,601	120,212
未决赔款准备金	42,504	47,386	50,099	56,365	64,138	公允价值变动收益	801	81	-	-	-
寿险责任准备金	891,195	1,010,194	1,109,079	1,220,835	1,338,151	其他业务收入	3,484	4,303	2,675	2,820	3,014
长期健康险责任准备金	72,347	98,796	126,339	138,756	151,792	营业支出	357,422	392,805	401,010	427,426	467,878
其他负债	276,992	324,993	362,123	403,694	449,941	退保金	11,104	14,421	16,347	17,947	19,755
负债合计	1,345,013	1,550,169	1,720,693	1,901,612	2,097,341	赔付支出	128,541	142,851	157,871	176,976	198,993
归属于母公司所有者权益合计	178,427	215,224	238,210	266,651	298,250	减：摊回赔付支出	-10,858	-12,532	-14,175	-15,927	-18,046
少数股东权益	4,893	5,611	5,952	6,663	7,452	提取保险责任准备金	122,776	138,184	129,685	127,834	134,536
所有者权益合计	183,320	220,835	244,162	273,314	305,702	减：摊回保险责任准备金	-1,490	-1,021	-582	-572	-600
负债及股东权益总计	1,528,333	1,771,004	1,964,855	2,174,926	2,403,042	手续费及佣金支出	46,853	39,495	41,611	45,141	49,716
						管理费用	45,439	52,985	51,775	57,106	63,950
						其他业务成本	7,965	5,320	18,479	18,921	19,574
						营业利润	28,067	29,377	44,535	55,631	61,794
						营业外收入	82	108	24	24	24
						营业外支出	183	247	127	127	127
						利润总额	27,966	29,238	44,432	55,528	61,691
						所得税	-388	3,886	11,108	13,882	15,423
						净利润	28,354	25,352	33,324	41,646	46,268
						减：少数股东权益	613	768	720	900	1,000
						归母净利润	27,741	24,584	32,603	40,746	45,268
						主要财务指标					
						主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
						成长能力 (%)					
						营业收入同比增长	8.78%	9.52%	5.53%	8.42%	9.65%
						已赚保费同比增长	4.51%	5.87%	4.01%	7.74%	9.37%
						保费收入同比增长	7.96%	4.19%	4.02%	8.08%	9.72%
						归母净利润同比增长	53.95%	-11.38%	32.62%	24.97%	11.10%
						归母净资产同比增长	19.29%	20.62%	10.68%	11.94%	11.85%
						获利能力 (%)					
						ROE	15.47%	11.48%	13.65%	15.24%	15.14%
						ROA	1.86%	1.43%	1.70%	1.91%	1.93%
						ROEV	7.16%	5.52%	6.56%	7.40%	7.41%
						价值数据 (百万元)					
						新业务价值	24,597	17,841	16,878	20,260	24,108
						内含价值	395,988	459,320	507,690	562,667	624,640
						每股指标 (元)					
						每股收益	3.06	2.63	3.46	4.33	4.81
						每股净资产	20.23	22.96	25.38	28.41	31.78
						每股内含价值	43.70	47.74	52.77	58.49	64.93
						估值比率					
						P/B	1.29	1.14	1.03	0.92	0.82
						P/EV	0.60	0.55	0.50	0.45	0.40

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn